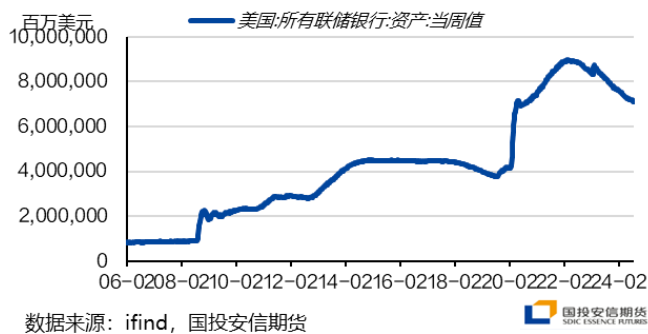


1、美联储资产负债表

资产端，美联储总资产为 7.123 万亿美元，环比上月下降 820 亿美元。用于投放流动性的主要政策工具使用量均呈现下降态势，机构基本未使用回购，央行流动性互换降至 1.45 亿美元，贴现窗口（Primary Credit）余额 16.8 亿美元，较 7 月峰值大幅下降。SVB 风险事件后推出的银行期限融资计划（BTFP）余额 989 亿美元，保持收缩趋势。

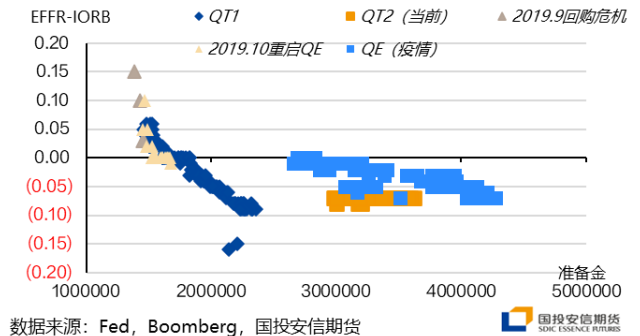
负债端，准备金余额为 3.24 万亿美元，流动性总量仍旧充裕。隔夜逆回购（ONRRP）账户余额约 8020 亿美元，其中面向海外的逆回购余额为 4131 亿美元，面向本土的逆回购余额为 3889 亿美元。8 月第一周逆回购余额降至 3000 亿美元以下，随后有所回升。8 月初受到日元 carry trade unwind 影响，美股波动率抬升后市场避险情绪一度高涨，ONRRP 账户吸收了一定的流动性冲击。随着美联储降息临近，市场对经济数据和货币政策的敏感性显著上升，需要警惕流动性冲击的反复和深化。目前 TGA 账户余额 7571 亿美元，按照财政部预估三季度末的 TGA 余额为 8500 亿美元，除税收外预计将主要依赖付息美债净发行进行弥补。根据 8 月的季度再融资资料，三季度私人部门面临的短债净发行总量约为 3770 亿美元（未考虑财政部回购情况），而前两个月已经累计净发行 3560 亿美元，因此 9 月市场面临的短债压力较小。伴随美联储开展回购，进入 8 月后美债市场流动性也有进一步缓和迹象，但绝对值仍处在高位。

图 1：Fed 总资产（截止 2024. 8. 28）



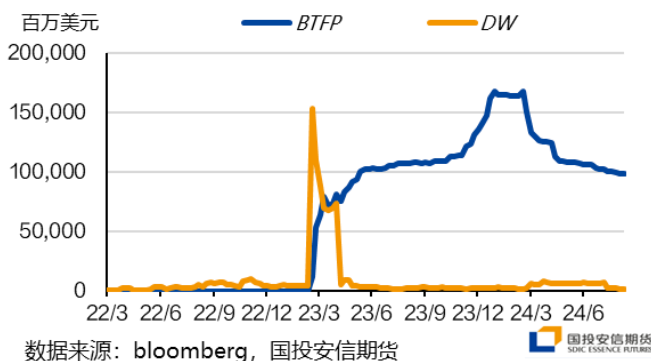
资料来源：ifind, 国投安信期货

图 2：准备金需求曲线



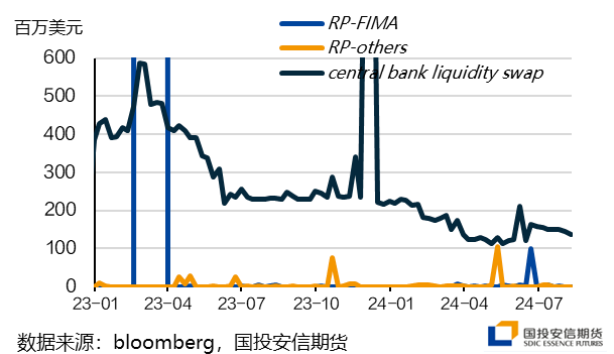
资料来源：Fed, Bloomberg, 国投安信期货

图 3：DW, BTFP 使用量（截止 2024. 8. 28）



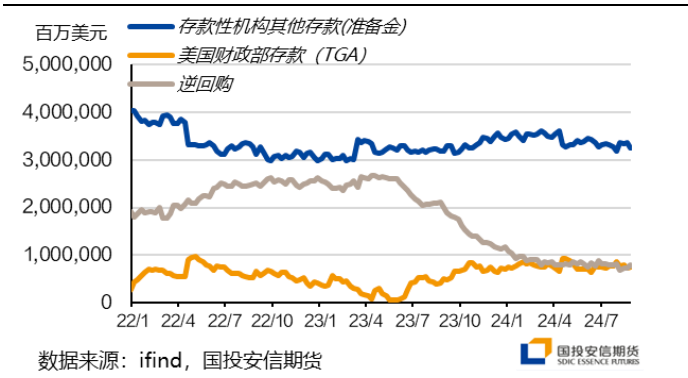
资料来源：bloomberg, 国投安信期货

图 4：回购和央行流动性互换使用量（截止 2024. 8. 28）



资料来源：bloomberg, 国投安信期货

图 5: Fed 负债主要项目变化 (截止 2024. 8. 28)



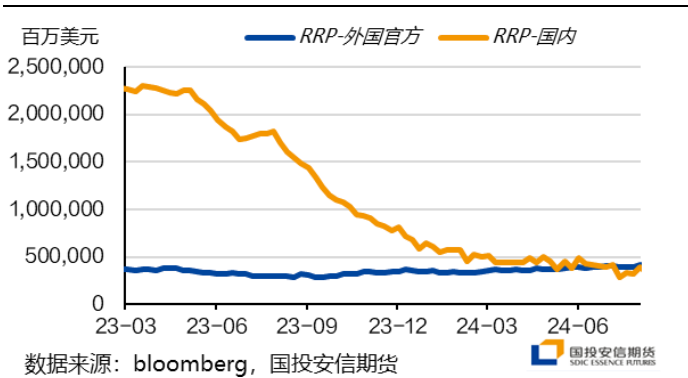
资料来源: ifind, 国投安信期货

图 6: 财政部存款 (截止 2024. 8. 28)



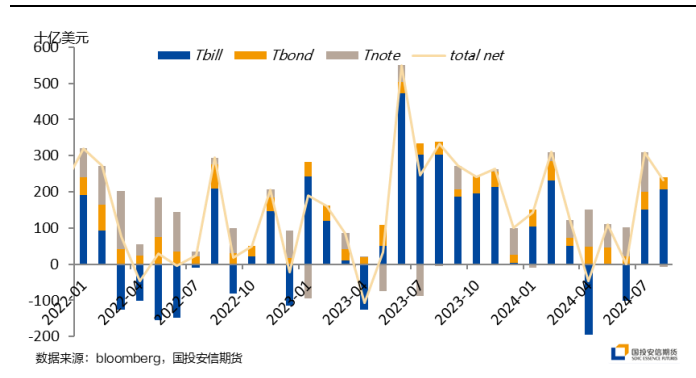
资料来源: ifind, 国投安信期货

图 7: ON RRP 使用情况 (截止 2024. 8. 28)



资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 8: 财政部净发债 (截止 2024. 08)



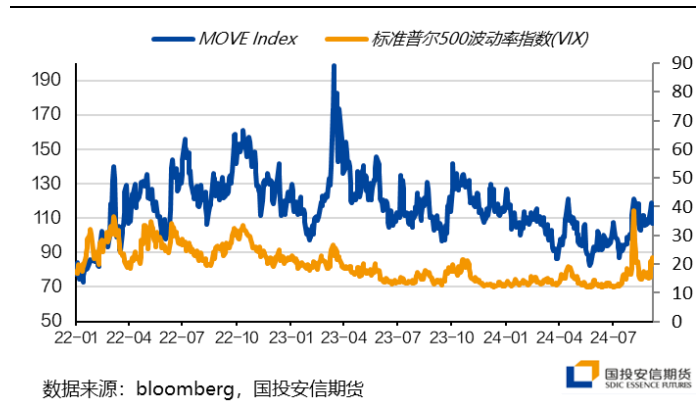
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 9: 美债流动性指数



资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 10: MOVE index, VIX index

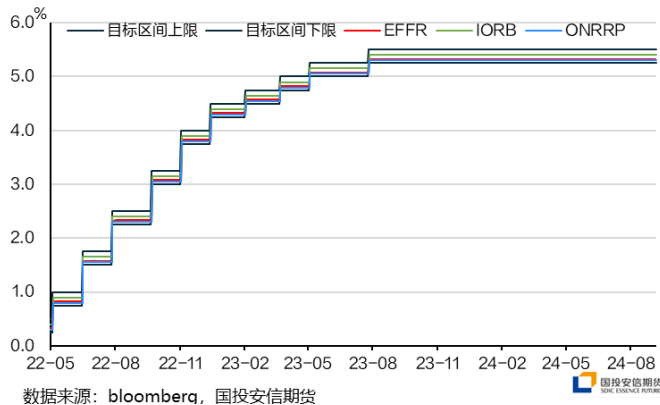


资料来源: bloomberg, 国投安信期货

2、美国货币市场

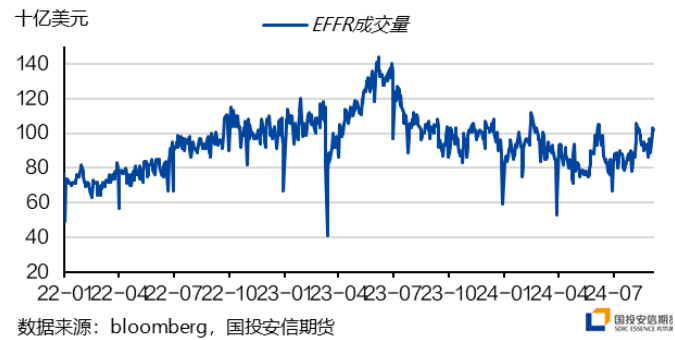
8 月联邦基金市场表现稳定，联邦基金平均日成交量为 940 亿美元，在正常区范围内。99 分位和 1 分位联邦利率差值已经降至本轮加息以来的 10 分位以下。货币市场基金余额继续走高，达到 62.6 万亿美元。TGCR 频繁高于 ON RRP，货币市场基金进入三方回购的动力增强。近两月 IORB 和 SOFR 的差值重心略有下移，隔夜回购市场的成交量也出现上升趋势，表明资金倾向进入回购市场获取更高收益。流动性虽然呈现扰动模式，但暂时未有恶化迹象。

图 11: 利率走廊与地板机制



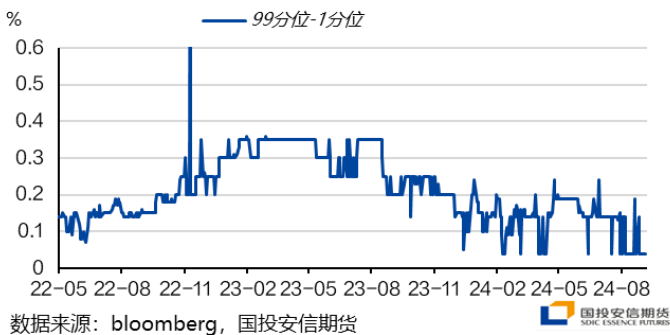
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 12: EFFR 成交量



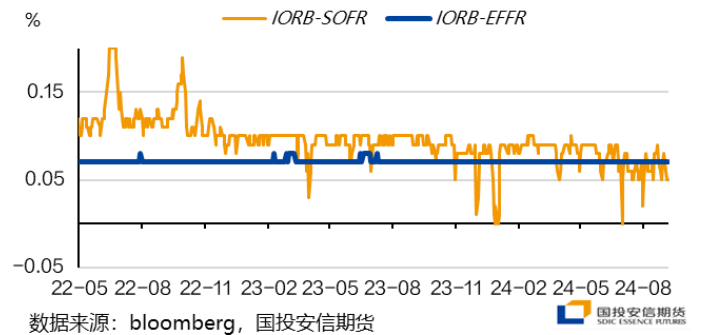
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 13: EFFR 极值



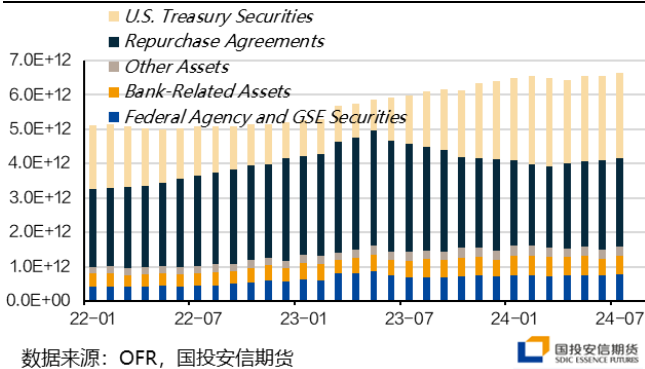
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 14: IORB-SOFR、IORB-EFFR 利差



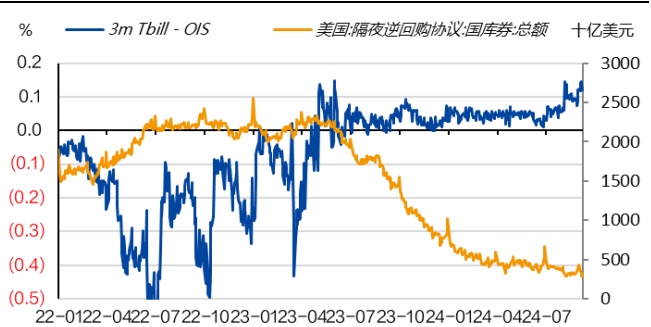
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 15: 货币市场基金主要资产 (截止 2024.7)



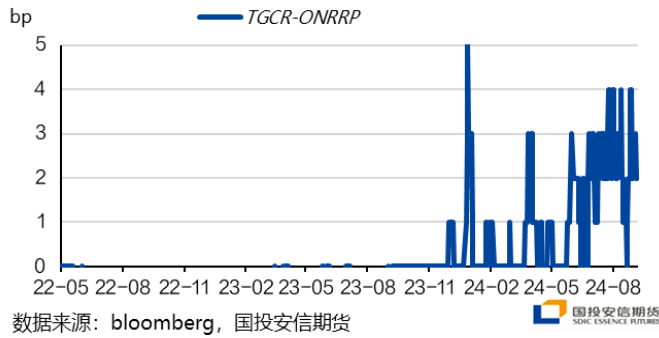
资料来源: OFR, 国投安信期货

图 16: 短期国债-OIS 利差



资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 17: TGCR-ON RRP 利差



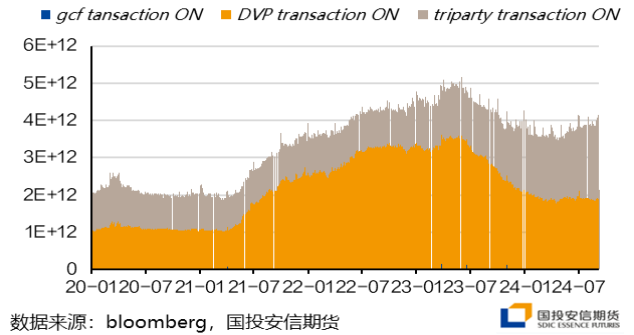
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 19: 货币市场基金规模



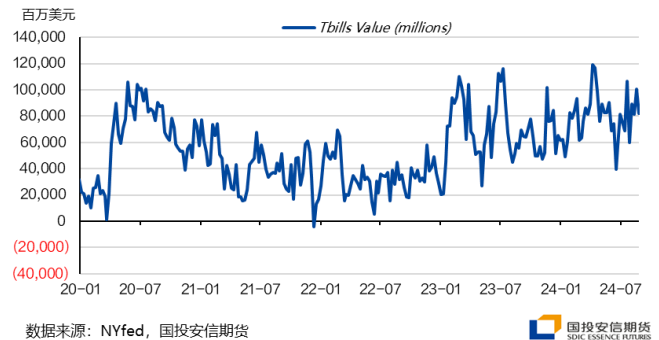
资料来源: ifind, 国投安信期货

图 18: 隔夜回购市场成交量



资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 20: 一级交易商短期美债库存



资料来源: NewYorkFed, 国投安信期货

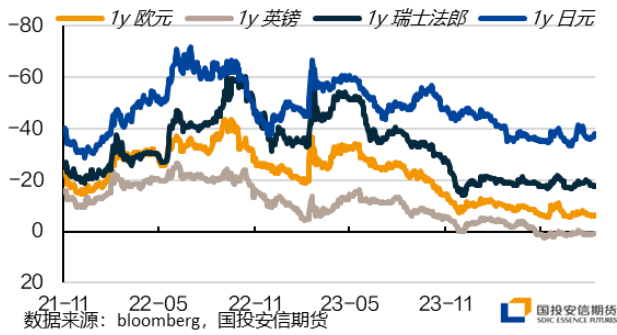
3、离岸美元市场

8月初日元兑美元的货币互换基差略有抬升,显示离岸美元流动性趋向紧张。受到日元套息交易反转的影响,市场恐慌情绪抬升,风险资产遭遇抛售,美股、日股波动率加剧。在美国经济数据走弱共振之下,美元资产下跌和美元走弱一度演变为预期悲观的衰退交易。随后日本央行释放不急加息的信号,美联储也表示经济尚不需要快速降息,稳定了市场对美日同盟维护金融稳定的信心,流动性冲击受到限制。从7月日本机构投资者的资本流动数据上看,其对于海外资产的配置仍有一定需求,日本个人投资者更是持有美元多头配置,并通过NISA账户持续购入海外股票。因此短期资本流动并不支撑美日央行货币政策相向而行状态下,资本将快速流出美元资产的设定。但是美国经济数据的走弱对降息的迫切诉求,以及日本央行对加息的表态变化,叠加美国大选前期的不确定性,令市场对宏观变量的敏感度大为提升,流动性修复略显吃力。8月末美股在反弹震荡后再次拐头向下,并在9月初出现下行迹象,美元指数也顺行走弱。

在日元对美元升值带动下,8月人民币兑美元汇率升破7.10,全月升值幅度达到1.89%。8月末在岸人民币掉期点快速收窄,意味着隐含的中美利差走缩。在岸人民币汇率、离岸人民币汇率和人民币中间价三价合一后,人民币贬值压力已经大幅减轻。人民币升值动力增强,供需关系也出现显著改善。2022年之后人民币贬值压力逐渐抬升,2023年开始人民币付汇购汇率持续高于收汇结汇率,且差距不断加大。通过外汇管理局公布的数据估算,2010年-2021年平均收汇结汇率(剔除远期结汇)约为59%,而2022年至今年7月的平均收汇结汇率约为54%,按照少结汇5%来估算,则约有4413亿美元“少结”。8月末在人民币升值预期下,出口商囤汇行为松动,市场对结汇的预期又反作用于人民币汇率的升值。

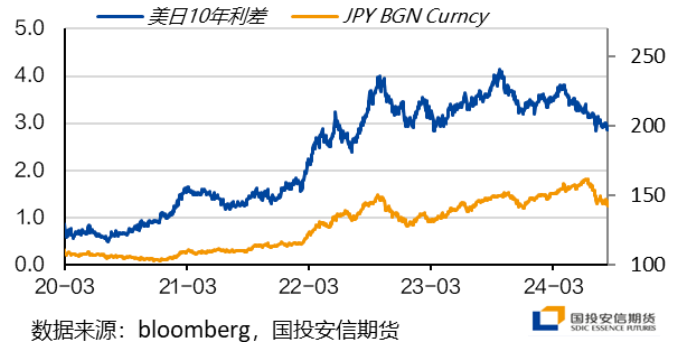
和8月初由日元大幅升值带来的冲击不同,目前市场的关注度更多集中在美联储的降息节奏以及美国是否发生衰退上。美国8月非农数据显示劳动力市场进一步降温,通胀或许不再是影响降息的首要考虑因素。对于美联储而言,25bp还是50bp,这是一个问题。

图 21:1 年期非美货币对美元货币互换基差



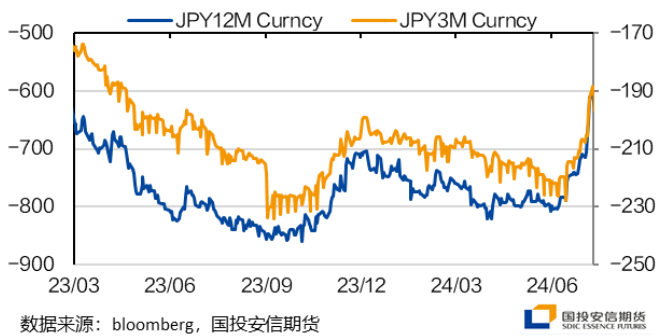
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 22: 美日利差与汇率



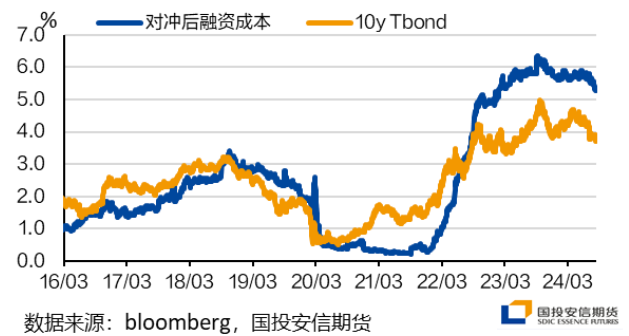
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 23: 日元对美元掉期点



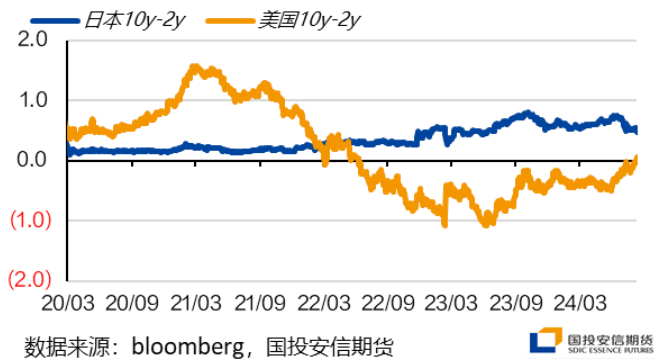
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 24: 日本投资者对冲后融资成本与 10 年期美债收益率



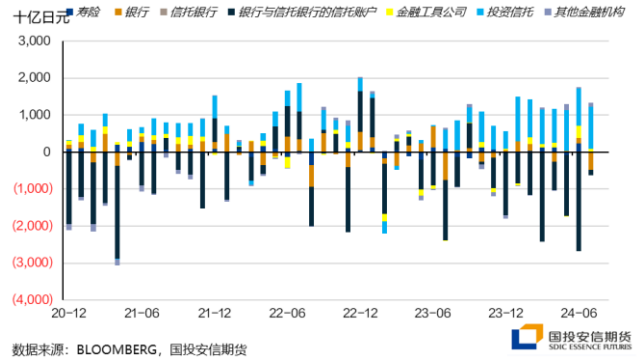
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 25: 美、日期限利差



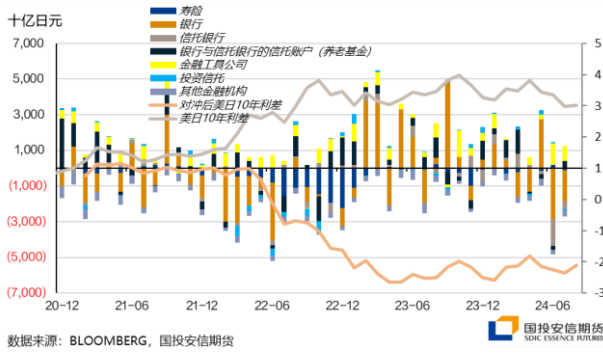
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 26: 日本机构投资者海外股票净购买 (截止 2024.07)



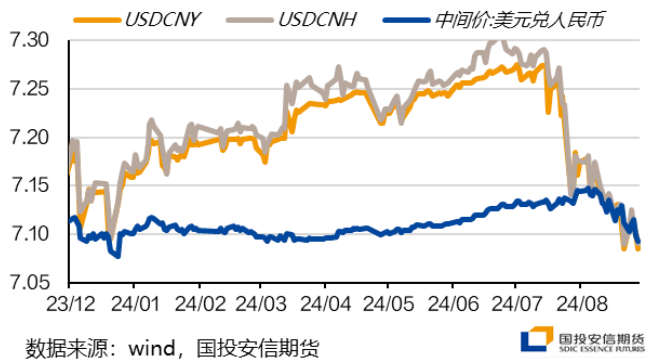
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 27: 日本机构投资者海外股票净购买 (截止 2024.07)



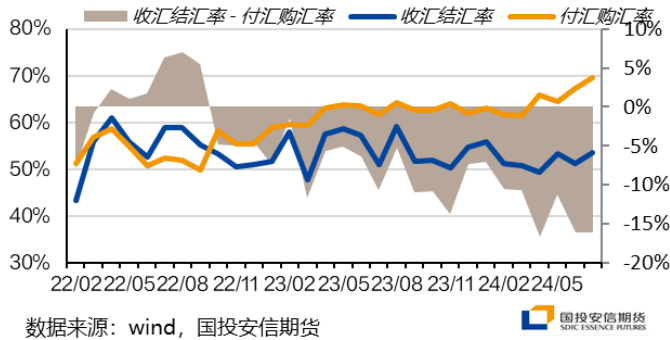
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 29: 人民币兑美元汇率



资料来源: wind, 国投安信期货

图 31: 市场付汇、结汇意愿



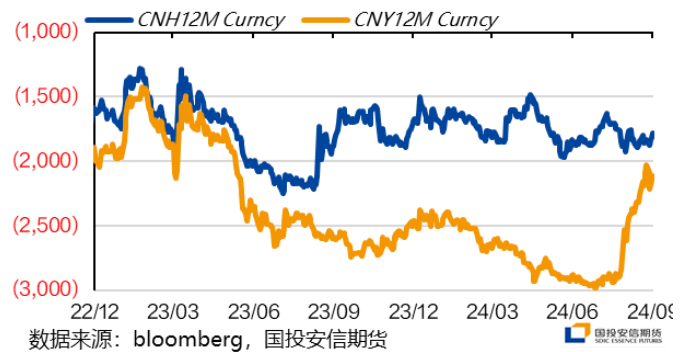
资料来源: wind, 国投安信期货

图 28: TED 利差



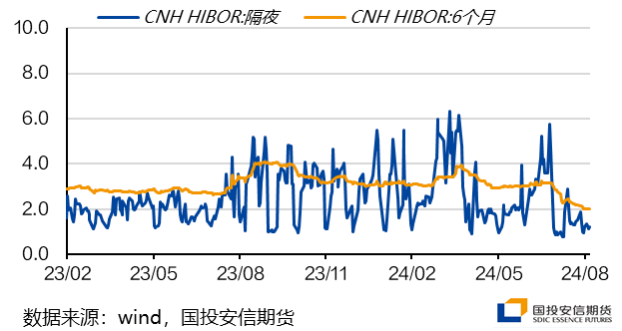
资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 30: 人民币掉期点



资料来源: bloomberg, 国投安信期货

图 32: 离岸人民币利率



资料来源: wind, 国投安信期货

【分析师介绍】

黄恬 从业资格证号：F03100883 投资咨询证号：Z0021089

【免责声明】

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。**在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任。**

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。